نظرة اقتصادية وشـــــــرعية لدور المشتقات المالية في إحداث الأزمات المالية

عرابة رابح–جامعة الشلف
أحضري دليلة– جامعة الشلف

المقدمة:

من مقاصد التشريع الأساسية إقامة العدل ومنع أكل المال بالباطل. وهذا يقتضي أن تكون المعاوضات المالية محققة لمصالح الطرفين، وليس لأحدهما على حساب الآخر. ولهذا لا تسمح الشريعة الإسلامية بالمعاوضات الصفرية، لأنها بحسب طبيعتها تؤدي إلى ربح أحد الطرفين على حساب الآخر، فيكون أحد الطرفين قد انتفع بمال الآخر دون أن يحصل الآخر على شيء مقابل ذلك، وهذا هو أكل المال بالباطل الممنوع بالنص والإجماع.

ولا خلاف بين أهل الاقتصاد أن المشتقات مبادلات صفرية، لكنهم يقولون إنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد، لكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عموماً ومن ثم ينتفع جميع الأطراف. وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنباً إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج (الاقتصاد الحقيقي). لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي. ففي السنوات الماضية تضاعف حجم المشتقات أكثر من ثلاث مرات، بحيث تجاوز حجمها الآن 330 تريليون دولار، وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى. و السبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر. وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاطي الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا هو الحاصل بالضبط. ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ابتداء، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعاً لذلك،و إحداث الأزمات.

لهذا نهدف من خلال هذه الورقة ، إلى تبيان نظرة كل من الاقتصاد التقليدي ونظيره الإسلامي للمشتقات المالية، باعتبارها أحد أدوات أو لنقل عمليات الاقتصاد الافتراضي من جهة، ودورها (المشتقات المالية) في إحداث الأزمات المالية من جهة أخرى. متبعين بذلك المنهج الوصفي التحليلي عند التعرض لمحاور البحث التالية:

أولا:المشتقات المالية من وجهة نظر الاقتصاد التقليدي.

ثانيا:المشتقات المالية من وجهة نظر الاقتصاد الاسلامي.

ثالثا:الأزمات المالية ودور المشتقات المالية في حدوثها.

المحور الأول: المشتقات المالية من وجهة نظر الاقتصاد التقليدي

ظهرت المشتقات المالية على أساس ما يسمي بالهندسة المالية[1] التي تقوم بخلق أو ابتكار أدوات مالية جديدة ومركبة تسمح للمستثمرين بالحصول على عوائد مرتفعة تفوق العوائد المحصلة من الأدوات التقليدية، وأيضا التحوط وتوزيع المخاطر، وفي السنوات الأخيرة ظهرت أدوات مالية جديدة معقده لم يسبق لها مثيل مثل صناديق التحوط والمنتجات المركبة ومقايضة الديون التي تخلف أصحابها عن السداد أو ما تسمي بسندات الديون المضمونة . هذه الأدوات نتجت بسبب عدم وجود رقابة على هذه الأدوات والجشع الذي تملك المستثمرين لما توفره من عوائد مرتفعه[2].

أولا:المشتقات المالية (ماهيتها وأنواعها)

تعددت التعريفات والمفاهيم للمشتقات المالية فقد تم تعريفها بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة معينه أو مؤشر ، أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. كما عرفت بأنها عبارة عن عقود فرعية تبني أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية(أوراق مالية، عملات أجنبية ، سلع ، ....،الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح تسميته بالهندسة المالية[3]. أيضا عرفت بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. [4] وعرفها صندوق النقد الدولي:"عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول وتعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فأن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري." وعرفت أيضا بأنها أداة مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عائد أو مؤشر مالي ، وهذا السعر أو المعدل الأساسي يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محدده أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات أو أية ورقة مالية تشتق قيمتها من ثمن أصل أخر يكون محلا للتعاقد . [5]

وعليه يمكن تلخيص مفهوم المشتقات المالية في النقاط التالية: هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود و تعتمد

قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد. ويتضمن العقد:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يُطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء موضوع العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد ، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار....الخ
- ويتم التعامل في عقود المشتقات من قبل المتحوطون والمضاربون و المراجحون .

ثانيا:نشأة المشتقات المالية

إن نشأة المشتقات المالية لم تكن حديثه إنما الروايات التاريخية تثبت بأنه تم التعامل بها لكن ليس بمفهوم اليوم، حيث أصبحت المشتقات المالية من الأدوات المهمة في الاقتصاد المالي وفي أسواق البورصة. حيث تم إنشاء أسواق مالية متخصصة بأدوات المشتقات المالية .وعند الحديث عن النشأة الحديثة يتم دائما التطرق إلى مفهوم الهندسة المالية التي سهلت الأمر لظهور المشتقات المالية بشكل اكبر وأوسع وبالتالي تكون نشأة المشتقات المالية مرتبطة في بداية ظهور الهندسة المالية. وذلك في بداية الستينيات من القرن العشرين التي عملت ثورة في مجالات الابتكارات المالية، يمكن تلخيصها في الظواهر الأربع التالية:

1. اتســـاع و تعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المـــال، و قد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، و إتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد و تقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.
2. إيجاد أدوات إدارة المخاطر، و التي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر. و باختصار نشير إلى أن منشـــآت الأعمـــال تتعرض لأربع أنواع من المخاطر المالية و هي: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التقلب في أسعار الأسهم (حقوق الملكية) و مخاطر أسعار السلع. و مشكلة المخـــاطر ليس في حجمها، و لكن في كونها تحدث دون توقع، و لا تخرج أدوات إدارة المخاطر عن ثلاث: إما بالعمل على تخفيضها بالتخلص من مصدر الخطر بالبيع، أو بالتنويع، أو بالتأمين ضد المخاطر.
3. تطوير أدوات المراجحة بين الأسواق ، مما مكن من تحسين التكاليف و زيادة العائد و الانفتاح على الأسواق العالمية.

4. تعدد و تنوُّع استراتيجيـــات الاستثمار نتيجةً لتعدد و تنوع و تجدد أدوات الاستثمـــار(خاصة المشتقـــات المـــالية) (6).

ثالثا:أهمية عقود المشتقات المالية واستخداماتها

كان ظهور المشتقات المالية نتيجة وضرورة حتمية للتطورات الاقتصادية والمالية في العالم, فهي لم تكن مجرد ابتكار لنوع جديد من الأوراق المالية. وللمشتقات المالية العديد من المزايا التي تشجع الكثير من المستثمرين على التعامل بها, فهي توفر لهم فرصاً كبيرة لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي، والذي يتحقق باستخدام ما يُعرف بأسلوب الهامش, كما أنها تمكن المستثمر من التحوط ضد مخاطر التقلبات العنيفة في أسعار الأدوات المالية الأصلية. فهي تتيح للمستثمر مجالاً لنقل وتوزيع المخاطر. ومن أهم استخدامات المشتقات المالية ما يلي:

- أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة: تقوم المشتقات المالية بتزويد المتعامين بها بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.
- تخطيط التدفقات النقدية.
- تأمين أفضل الفرص للمضاربة.
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية
- وهي تؤدي إلى تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال.
- تستخدم كأداة للتحوط ضد المخاطر: تواجه منشآت الأعمال العديد من المخاطر المالية من أهمها: مخاطر سعر الفائدة, مخاطر سعر الصرف, مخاطر التقلب في أسعار أدوات الملكية (الأسهم)، مخاطر أسعار السلع. وهذه المخاطر تؤثر بشكل كبير وسلبي على الشركات وعلى البلدان, حتى أن تأثيرها يمتد بفضل التطور في تكنولوجيا الاتصالات لتشمل كافة أنحاء العالم. وهذا يستدعي ضرورة مواجهة هذه المخاطر وإدارتها من خلال التغطية (التحوط). هذه التغطية تمكن المشاريع من التخطيط لاستثماراتها بشكلٍ أفضل وفي درجة كبيرة من التأكد. فمثلاً لو كانت شركة تستورد مواد خام وترغب في التعاقد على منتجاتها مع عملائها. فلو أن هذه الشركة قد نجحت في التغطية ضد مخاطر ارتفاع سعر المادة الخام, وذلك عن طريق اللجوء إلى إبرام العقود المستقبلية لشرائها, لكان بإمكانها تقدير تكلفة المنتج بدرجة عالية من التأكد. كما يفيد أسلوب التغطية بواسطة المشتقات الحد من مخاطر الإفلاس. فمثلاً لو كان مصرف تجاري يقدم قروضاً متوسطة أو طويلة الأجل بأسعار فائدة ثابتة, في الوقت الذي تتغير فيه أسعار الفائدة على الودائع, يمكنه أن يتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة

على الودائع إلى مستوى قد يفوق سعر الفائدة على القروض. ويتم ذلك من خلال اللجوء إلى المقايضات Swaps لأسعار الفائدة الثابتة بسعر فائدة متغير[7].

رابعا: أنواعها

تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتهاومخاطرها(Risk) وآجالها . كما تتنوع هذه الأدوات تبعاً لدرجة تعقيدها . حيث من المتعارف عليه أن هذه الأدوات ترتبط بعلاقة طرديه مع درجة تعقيدها لناحية كونها أساسيةأو وسيطة أو هجينة. وتشتمل هذه المشتقات على العقود الآجلة، والعقود المستقبلية ، وعقود المبادلات ، والخيارات، أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يصطلح على تسميته ب"مشتقات المشتقات"مثل عقود المبادلات الخيارية. وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات وسلع حقيقية أو مؤشرات معينه مثل سعر الصرف أو سعر الفائدة أو أوراق مالية من أسهم وسندات أو عملات أجنبية أو حتى تدفق نقدي.

سيتم استعراض الأنواع بشي من التفصيل وهي كالآتي: [8]

1. **الخيارات:** الخيار هو حق استبدال موجود معين بموجود أخر(غالبا ما يكون ذلك نقداً) بسعر محدد وفي موعد (أو قبل موعد) محدد في المستقبل. وهناك نوعان من الخيارات: أولهما "خيار الشراء" الذي يعطي حامله حق شراء الموجودات ، وثانيهما : "خيار البيع" الذي يعطي حامله بيع الموجودات الأساسية .
2. **المبادلات :**هي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي ، أو موجود معين ، مقابل تدفق أو موجود أخر ، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد .فمثلا تؤلف مبادلة سعر الفائدة عقداً بين طرفين لمبادلة مدفوعات فائدة ثابتة خلال وقت معين ، مقابل مدفوعات فائدة متغيره .
3. **المستقبليات:**هي التزام تعاقدي نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين، بسعر محدد ، وبتاريخ معين في المستقبل . ويختلف عقود المستقبليات عن العقود الآجله في كونه متاح للتداول في البورصة.
4. **العقود الآجله :** هو عقد بين طرفين اساسيين إما لبيع أو لشراء موجود معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل . وتستعمل المصارف والمستثمرين بكثرة العقود الآجله لتفادي (أو لإزالة)تعرضها لمخاطرة تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، وتدفقات الإيرادات والمطلوبات المستقبلية.

5. **المبادلات الاختيارية:** هي خيار للدخول في مبادله معينة بتاريخ محدد في المستقبل . فالمبادلة الاختيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند آخر ذي فائدة متغيره.

6. **السقف:** هو عقد بين طرفين يوافق فيه البائع ، مقابل علاوة لسقف معين ، على إعاده أية مبالغ إلى المشتري والتي تفوق تكلفة الفائدة المتفق عليها بسعر معين.

7. **القاعدة أو الأرضية:** هي معكوس السقف ، لأن بائع القاعدة (الأرضية) يتسلم علاوة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية وتلك المتفق على أسعارها، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوي معين.

8. **السقف والقاعدة:** هي عملية شراء للسقف المتزامن مع بيع القاعدة . فالعلاوة المقبوضة مقابل بيع القاعدة تقابل لدرجة (أكثر أو اقل) تكلفة السقف. وهي تعتمد على الأسعار المتفق عليها للنوعين من المكونات . فإذا كانت تكلفة السقف مساوية تماما للتحصيلات النقدية من القاعدة ، فانه لا توجد هناك علاوة . وتسمي الأداة ، عند ذلك ، بالقاعدة السقف ذي التكلفة الصفرية .

خامسا: مخاطر المشتقات المالية وإدارتها

يحاول المختصون أو العاملون في مجال الهندسة المالية أن يتعرفوا وبالتالي يقيسوا المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في أدوات وأسواق المشتقات .غير أن هذا العمل يعتبر من التحديات الكبيرة . ويعزو ذلك بصفة جزئية –إلى صعوبة تجديد القيمة التصويرية لعقود المبادلات، حيث تتميز أدوات المشتقات بتغطية مراكز قائمة –إلا أنهاا تجذب المتعاملين لأخذ مراكز جديدة، مما يدفع البعض إلى الإفراط في التعامل في تلك الأدوات، وبالتالي عدم التنبيه إلى مخاطرها.

1. **مخاطر المشتقات المالية** :إن المخاطر التي تواجه المتعاملين في أسواق المشتقات يمكن تصنيفها على النحو التالي:

أ. **المخاطر الائتمانية للمشتقات** :تعبر عن المخاطرة المتمثلة في الخسارة الناجمة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي يتضمنها عقد المشتقات .وتتمثل هذه الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق. وهناك عدد من السياسات والإجراءات التي تمكن المتعاملون في أسواق المشتقات – من إدارة هذه المخاطر الائتمانية –نذكر منها ما يلي:

- أدوات الرقابة الداخلية التي تضمن تقدير المخاطر الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف المقابل، مع رقابة هذه المخاطر خلال مدة كل تعامل معها
- التوثيق الدقيق للتعاملات مما يلطف من حدة المخاطر الائتمانية، وبالتالي يوفر الالتزام القانوني لتنفيذ العقود.

- تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة، والالتزام بحدود معينة لهذه المخاطر.
- توفير الضمانات اللازمة التي تدعم الائتمان وتقلل أو تحد من التعرض لمخاطر تعثر أطراف عملية معينة.

ب. **مخاطر السوق** :تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات (ويعزو السبب في هذا إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، وأيضا نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة ، حيث قد يتعذر على حاملي عقود المشتقات تعديل مراكزهم لتحقيق التغطية الكافية أمام استمرار انخفاض أسعار الأصول. الجدير بالذكر أن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد ضراوة وذلك في حالة وجود محتكرين في تلك السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرين بعمليات شراء وبيع على نطاق كبير مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأصول بشكل حاد، ومما يؤثر بدرجة كبيرة على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار .بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى .ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلهامع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر.

ت. **المخاطر التشغيلية** :تتمثل هذه المخاطر في الخسائر التي تنتج عن عدم كفاءة النظم الإدارية والرقابية وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بالمشتقات ، حيث أن تعقد المشتقات يقتضى توافر عناصر بشرية مدربة ونظم رقابية تكون قادرة على التيقن من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.

ث. **مخاطر التسوية في المشتقات** :تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا .فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية .كما قد يكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية.

ج. **المخاطر المنتظمة** :تتمثل هذه المخاطر في حدوث خلل (اهتزاز) في المركز المالي لمؤسسة مصرفية أو مالية تتعامل في سوق المشتقات، مما قد يسبب بالتالي خللاماليا في مؤسسات أخرى داخل الجهاز المصرفي أو المالي، وقد يسبب خللا ماليا في الجهاز ذاته،

أو في أجزاء أخرى من أسواق مالية مرتبطة بسوق المشتقات. وهناك العديد من العوامل والمخاطر الأخرى في أسواق المشتقات التي تؤثر في المخاطر المنتظمة منها :حجم أسواق المشتقات، درجة تركز المؤسسات العاملة في تلك الأسواق، توافر السيولة والارتباط بين الأسواق، والمخاطر الائتمانية ومخاطر السيولة.

ح. **المخاطر القانونية** :تنشأ هذه المخاطر عن سوء التوثيق في العقود، وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات اللازمة للتعاقد، والوضع القانوني غير الواضح لبعض التعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة التعثر أو الإفلاس.

2–**المشتقات وإدارة المخاطر :** بجدر بنا أن ننوه إلى ضرورة التفرقة بين استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر وبين استخدام المشتقات كأداة للاحتياط من المخاطر، إن استخدام المشتقات **كأداة لإدارة المخاطر** ، إنما تعنى استبدال أحد المخاطر القائمة بمخاطر جديدة تكون أقل تكلفة وأكثر مرونة مما يمكن المؤسسات المصرفية والمالية من تحقيق الأرباح أو تجنب الخسائر، بينما نجد استخدام المشتقات **كأدلة للاحتياط من المخاطر**، إنما يعنى تقليل التعرض لنوع معين من أنواع المخاطر مقابل التخلي عن بعض الفرص لتحقيق الأرباح وإن استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر يستوجب إتباع عدة خطوات نوجزها فيما يلي: [9]

- تحديد أنواع المخاطر التي يمكن أن تواجهها المؤسسة وبالتالي التعرف على مسبباتها مثل: أسعار الفائدة ، أسعار الصرف... الخ.
- حصر المخاطر الناجمة عن أعمال المؤسسة؛
- اختيار ما يناسب من أدوات المشتقات لادارة هذه المخاطر بما يحقق الربح للمؤسسة؛
- وضع نظام فعال لمراقبة أداء استخدام المشتقات التي تم اختيارها ، مع العمل على وضع تنبؤات لنتائجها المستقبلية.

المحور الثاني: المشتقات المالية من وجهة نظر الاقتصاد الاسلامي

ان المتتبع للمتاح من هذه العقود والناظر فيها وفق مقاييس الشريعة وأحكام الفقه الإسلامي، يستوقفه مجموعة من التساؤلات عند كثير من التحليلات في هذه العقود ؟. كما أن الناظر في هذه العقود يجد أنها في بعض تحليلاتها تعتريها الصحة، وفي البعض الآخر من نفس العقد يعتريه الفساد بالمعيار الشرعي ، مما يصعب معه إطلاق القول فيها على وجه الإجمال .

1. **الفرصة هي محل العقد في عقد الخيار :** الفرصة هي محل عقد الخيار وليس حتى الحق المجرد أو المنفرد على ما فيه من رأي راجح بعدم التمليك، لأن ممارسة هذا الحق مرتبط بتوقع

الطرفين المتضاد ._المشتري في عقد الخيار يعطيه محرر الخيار " حقاً " بالشراء أو البيع في تاريخ معين أو خلال فترة معينة وليس هذا الحق في الحقيقة، والواقع سوى منح المشتري " فرصة " لكي يشتري أو يبيع حسب توقعاته لحركة الأسعار في السوق . لقد جعل الفكر القانوني الوضعي " الفرصة الفائتة " من صور الضرر، وبالتالي عنصراً من عناصر التعويض وجعل التعويض ، عما يصيب الدائن من خسارة أو فاته من كسب، ففوات الكسب ، فرصة ضاعت أو ضيّعت على الدائن فاستحق بذلك التعويض . وفي عقود الخيار انتقلت الفرصة نقلة نوعية أخرى في أسواق المال للمتاجرة عليها هي بذاتها، بل وجعلها محلاً للعقود المالية فيما يسمى بعقود الاختيار التي تتعدد وتنوع " الأصول " التي تشتمل عليها، فهي جارية في السلع وفي الأوراق المالية ، وفي العملات الأجنبية وفي أسعار الفائدة .... الخ .

2. **الفرصة غير محققة بل متوقعة والغرر المنهي عنه :** حق الفرصة الذي يشتريه مشتري حق الخيار أساسه التوقع الموافق لرغبات المشتري، أما غير الموافق فلا يقدم عليه ومن هنا كان حق الخيار غير ملزم له في التنفيذ . ألا نستطيع القول هنا بوجود الغرر ولكننا لا نستطيع الجزم بكونه يسيراً أو كثيراً فتلك مسألة يحكمها مقدار التغير في الأسعار ، وهل هو كبير أو صغير وليس هناك حتى الآن مقياس علمي دقيق ينبيء بذلك على وجه الدقة أو قريباً منها ، وعلى كل حال إذ ثبت يسره فهو مغتفر وإذا ثبت فحشه، أي كونه فاحشاً كثيراً فهو منهي عنه .

3. **المحرر يضطر إلزاماً إلى شراء أو بيع حق الخيار بسعر التنفيذ الذي هو أكثر أو أقل من سعر السوق عند التنفيذ :** إن مشتري حق الخيار يكون له استعمال حق الشراء إذا صدقت توقعاته وارتفعت أسعار السوق عن سعر التنفيذ المحدد في العقد ، والعكس في حق اختيار البيع ولا يملك محرر الاختيار في الحالين إلا التنفيذ ، لأن العقد بالنسبة له ليس خياراً وإنما هو التزام ، ومن ثم يجد نفسه مضطراً في الحالين إذا خابت توقعاته فيهما إلى تنفيذ رغبة الطرف الآخر .

4. **عقود الخيار والقبض أو التسليم والتسلم :** من الأمور المؤكدة في أسواق الخيارات أن التنفيذ العملي لحق الخيار بالشراء أو البيع أمر نادر في هذه الأسواق بينما يكون تحرك سعر الحق أو الخيار هو أساس التعامل . _فمثلاً بدلاً من أن يتم دفع قيمة التنفيذ واستلام الأسهم، يقوم المحرر بدفع فرق السعر في السوق، وسعر التنفيذ المحدد في العقد لمشتري الاختيار، وتنتهي العملية .وهو ما يسمى بالتسوية النقدية للعقد بما يعني أن المضارب ليس له حاجة في الأسهم مثلاً .

5. **البيع على المكشوف أو البيع غير المغطى وبيع ما لا تملك :** الطبيعي في المعاملات أن يتم تملك الورقة المالية مثلاً ، ثم بيعها للمستثمر الذي يشتريها على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد ويحقق أرباحاً من ذلك ، غير أن هناك نمطاً آخر من المعاملات يقوم به المضاربون، حيث تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها ، ومن ثم يبدو أن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة

.يعتبر البيع مكشوفاً في حالة عدم امتلاك البائع للأصل (المضارب) الذي باع حق شرائه ،وهو بذلك سوف يشتري هذا الأصل من السوق في حالة ممارسة المشتري حقه في الشراء . وبالطــبع يخشى المضارب في مثل هذه الصفقات أن يرتفع سعر الأصل بدلاً من أن ينخفض، فيضطر لشرائه بالسعر المرتفع ويتعرض بالتالي للخسارة . وعلى هذا النحو تكون عملية بيع حق الشراء قد تمت على شيء غير مملوك للبائع عند التعاقد ، وهو ما نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم في حديث " لا تبع ما ليس عندك " المعروف .

6. **<u>المضاربة في سوق الاختيار وبيع العينة :</u>** المضاربون في سوق الاختيار ليست لهم رغبة حقيقية في شراء الأصل وامتلاكه لفترة طويلة، بل اقتناء حق الخيار لفترة قصيرة للاستفادة من تغيرات متوقعة بالزيادة في الأسعار في المستقبل القريب ، ويحدوهم لهذا الصنيع إنهم لا يمتلكون الموارد المالية الكافية للتعامل في السوق الحاضرة ، إذ يكفي أن يمتلكون قيمة العلاوة أو المكافأة المستحقة على عقد الاختيار لشراء عقد اختيار كامل ، وعندما يحين تاريخ التنفيذ وتتحقق توقعات المضارب بالشراء وترتفع قيمة الأصل في السوق عن سعر التنفيذ المتفق عليه، يتوجه مباشرة إلى السمسار (المحرر) الذي اشترى له عقد الاختيار، ويطلب منه التسوية النقدية للعقد بمعنى أنه ليس له حاجة في الأصل وليكن أسهم مثلاً، وفي هذه الحالة يقوم محرر الاختيار بدفع فرق السعر ليحقق المضارب أرباحاً صافية بعد خصم قيمة العلاوة أو المكافأة التي سبق له أن أخذها محرر الاختيار ، وكأن محرر الاختيار هنا قام بشراء ما سبق له بيعة بسعر أقل من السعر، الذي دفعه عند التسوية النقدية ، وبذلك يدخل هذا التعامل في بيع العينة المنهي عنه شرعاً والمحرم عند جمهور الفقهاء .

7. **<u>الخيارات والعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم والتسليم والتسلم :</u>** المؤشرات أدوات تستخدم للاستدلال بها عن المستوى المتوقع لأسعار الأسهم، وبالتالي يمثل انعكاساً لما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة بعد فترة معينة من الزمن ، وتعتبر المؤشرات من أهم أدوات قياس حالة السوق : ويقوم المؤشر على عيّــنة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال، وتختار هذه العينة على نحو يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال ،الذي يستهدف المؤشر قياسه ومن ثم تستخدم كأداة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية ، هذا فضلاً عن الاستخدامات الأخرى للمؤشرات . وهناك إجراءات وحسابات فنية لبناء المؤشرات ومداخل وطرق استخدامها، لا نتعرض لها في هذا المقام لخروجها عن دائرة التركيز والاهتمام . لذلك تبلورت لدى الأوساط المالية والاستثمارية طريقة إيجاد أداة عملية للتعامل مع الأخطار السوقية، دون الاضطرار إلى معالجة أوضاع كل سهم على حدى ،وأن تكون هذه الأداة بذاتها قابلة للاستثمار في الوقت نفسه في سوق الأسهم.وبذلك تطورت أداة مؤشرات الأسهم المختلفة لتكون معياراً لأداء السوق من جهة، وأداة مالية استثمارية بذاتها من جهة أخرى . وعلى هذا النحو فإن عمليات الشراء والبيع المتعلقة بهذه المؤشرات لا تتطلب استلام أو تسليم أية أصول فعلية وأن التسويات المتصلة بها تتم بالشكل النقدي ، ومن ثم

تكون عملية هذه المؤشرات عمليات مضاربة بحتة [10] . هذا ومن المقرر فقها أن تصرف المشتري قبل القبض فإنه فاسد أو باطل على خلاف وتفصيل في بيع ما لم يقبض [11] . هذا فضلاً عن تخلف شرط أن يكون المبيع موجودا حين العقد باستثناء السّلم لما في ذلك من الغرر لحديث الرسول صلى الله عليه وسلم " نهى صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر " [12] . وأن يكون مملوكاً لمن يلي العقد وأن يكون مقدور التسليم وهو شرط انعقاد عند الحنفية لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر وأن يكون معلوماً لكل من العاقدين بما يمّيز المبيع عن غيره ويمنع المنازعة ، فبيع المجهول جهالة تفضي إلى المنازعة غير صحيح [13] .

8. العقود المستقبلة والتعامل في الذهب : إذا كانت العقود المستقبلة عقوداً نمطية تنفذ في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد فإن التعامل بها في الذهب أو السبائك الذهبية يضفي على محل هذا التعامل وضْعية خاصة ، إذ يجعل التعامل بأداة العقود المستقبلية في الذهب من الذهب سلعة كبقية السلع التي يتعامل فيها بالعقود المستقبلة مع ورود حديث الرسول صلى الله عليه وسلم عن عبادة بن الصامت قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يداً بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد " . [14]

9. كيف يمكن أن نميز الخبيث من الطيب في هذه العقود : مع احتمال القدرة على السليم في محل التعاقد في بعض الأحايين وتمحض محل العقد ذاته موجوداً ومعلوماً وليس محرماً أو من البيوع المنهي عنها فلابد من مراجعة هذه العقود عقود المشتقات المالية عقداً عقداً للنظر في إمكانية مشروعيتها وشرعيتها على ضوء المقررات الشرعية من استبعاد العقود المحرمة والمنهي عنها مثل :

- عقود أسعار الفائدة .
- عقود العملات الأجنبية بالنَساء .
- عقود السندات وأذونات الخزانة .
- عقود التعامل في الذهب .

10. المشتقات ورائحة المقامرة وقاعدة التوقعات والاحتمالات المستقبلية وعدم التأكد :إن تكوين وإدارة محافظ المشتقات تحتاج إلى مهارة وحذق كبيرين في فن إدارة المخاطر وعلى الرغم من المكاسب التي قد تحققها هذه الأدوات الجديدة والتغطية والحماية من احتمالات التعرض لتقلبات غير مواتـــية في أسعار سوق رأس المال ، إلا أن الخسائر التي يمكن أن تترتب عليها من جراء أن تخيب التوقعات المستقبلية خسائر مالية باهظة ، قد تعرقل مسيرة عمل المؤسسات المالية التي تستخدم هذه

المشتقات . والأمثلة على ذلك كثيرة فإن معرفة جدوى الدخول في عقود المشتقات تحتاج إلى خبرة عريضة في تحليل البيانات والمعلومات والاحتمالات ومعرفة اتجاهات الأسواق ودرجة التقلبات فيه وتفادي المخاطر التي تحيط بالتعامل في عقود المشتقات وهي مخاطر عديدة كمخاطر السوق والمخاطر الائتمانية ومخاطر التسوية والمخاطر التشغيلية والمخاطر القانونية وغيرها من المخاطر التي يوجدها التعامل في عقود المشتقات .

مما يجعلنا نقول إن رائحة المقامرة تلفها من كل جانب وإن كانت تتمخض أحياناً عن عقود حقيقية إلا أنها تشكل نسبة ضئيلة من مجمل عقود المشتقات المالية .

المحور الثالث: دور المشتقات المالية بالأزمة المالية

أولا: الأزمة المالية العالمية2008

1.**بداية الأزمة:** بداية الأزمة المالية العالمية انطلقت مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة، هي "ليمان براذرز" عن إفلاسها الوقائي، وهذه كانت بداية رمزية خطرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبحة الكساد الكبير في عام 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية، التي تأسست في القرن التاسع عشر، وأيضا بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في أسواق المال بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم، والتي أرجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرضت لها سوق الإقراض العقاري الأمريكي المعروفة باسم "ساب برايم" والتي تمنح للراغبين في السكنى من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي، والتي ساهمت في تدهور أسعار الأسهم بشكل ملحوظ خلال الفترة الماضية، وقد كانت أسهم القطاع المصرفي وعلى وجه التحديد بنوك يو بي إس، وإتش إس بي سي، وباركليز قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، حيث كانت هي الأكثر تضررا خلال الأزمة، وهو أمر لفت أنظار المحللين الماليين الذين فسروا ذلك بأن المستثمرين في البورصة لا يعرفون أي البنوك معرضة لمشكلات الائتمان العقاري ومدى خسائرها المحتملة، فبدأ الجميع في البيع بشكل هستيري. وعلى الرغم من كل الإجراءات إلا أن هذا لم يؤد إلى منع انتشار الظاهرة عالميا، والتي عبرت عن نفسها في تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وإندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي، وفي أوروبا وصف المحللون الماليون الأزمة هناك بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي ولكنها ليست كارثية، وقد تراجعت أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدانمارك وفنلندا وانخفض مؤشر فاينانشيال تايمز البريطاني وداكس الألماني وكاك 40 الفرنسي وفوستي البريطاني وميبتل الإيطالي وتوبكس الأوسع نطاقا ومؤشر نيكاي الياباني الذي أقفل عند أقل معدل له منذ ثمانية أشهر، وذلك بعد أن انعكست مشاعر المستثمرين المضطربة بشكل واضح على مؤشر داو جونز

الصناعي الذي اهتز بعنف لينخفض إلى مستويات أدنى من حاجز الـــ 13000 نقطة، بينما فقد مؤشر ناسداك نحو 1.7 من قيمته.

2. <u>العناصر الأساسية في الأزمة:</u> كما هو معروف بان الأصول المالية تنقسم إلي قسمين أصول تمثل الملكية وأصول تمثل مديونية ؛فأصول الملكية لها حدود في إصدارها لأنها مرتبطة بأصل حقيقي أما أصول المديونية فليس لها حدود في إصدارها،رغم وجود حدود فرضت بعد تجارب سابقة،والتي برزت في اتفاقية بازل للرقابة على البنوك ،التي حددت التوسع في الإقراض بنسب متفق عليها دولياً. ولكن هذه الاتفاقية لا تطبق على بنوك الاستثمار وصناديق التحوط، وبهذا قامت هذه البنوك بالإقراض لأكثر من ستين ضعفاً من حجم رؤوس أموالها . فالتوسع في الإقراض هو العنصر الأول في هذه الأزمة هنا يتبادر سؤال مهم لما هذا التوسع الكبير في الإقراض ؟ لسبب بسيط هو الجشع فمزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيدا من الأرباح في الأجل القصير ضاربا المخاطر في الأجل الطويل التي تتحقق في التوسع في الإقراض.

لكن هذا التوسع ليس هو العنصر الوحيد فلقد اكتشف النظام المالي في الدول الصناعية وسيلة جديدة لزيادة الإقراض عن طريق المشتقات المالية فعن طريقها يتم توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

هنا سنبرز مثال لهذه المشتقات المالية لما تمثله من دور كبير على الأزمة وخصوصا في أزمة الرهون العقارية التي كانت أهم أداه مالية فيها هي Subprime وذلك كالآتي:- يقوم المواطن بشراء بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار ، ثم ترتفع قيمة العقار ، فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية ، ومن هنا التسمية بأنها الرهون الأقل جوده لأنها رهونات من الدرجة الثانية ، وبالتالي هي معرضة أكثر للمخاطر إذا تحققت قيمة العقارات ، ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جوده بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض .. كيف؟ .عندما يتجمع لدي البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية ، فانه يلجا إلي استخدام هذا المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة ، وهو ما يطلق علية التوريق securitization ، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل اصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظته من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية ، محفظة اكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وتستمر العملية موجة بعد موجة ، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحده بعد الأخرى ، هذا أدي تركز الإقراض في قطاع واحد العقارات على زيادة المخاطر . يأتي العنصر الثالث والأخير وهو <u>نقص أو انعدام الرقابة</u> أو الإشراف الكافي على

المؤسسات المالية الوسيطة. حقا تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية ، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى، مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية وصناديق التحوط أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية ، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية. وقد تكاتفت هذه العناصر على خلق هذه الأزمة المالية ولم يقتصر أثرها على التأثير على القطاع المالي بزيادة حجم المخاطر نتيجة للتوسع المحموم في الأصول المالية ، بل أنه هدد احد أهم عناصر القطاع وهو الثقة ، فرغم أن العناصر الثلاثة المشار إليها ـــــ زيادة الإقراض ، وتركيز المخاطر ، ونقص الرقابة والإشراف ـــــ كافية لإحداث أزمة عميقة فإن الأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي الذي يقوم علي ثقة الأفراد، ويزداد الأمر تعقيداً نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول، فجميع المؤسسات المالية ــ وبلا استثناء ــ تتعامل مع بعضها البعض، وأي مشكلة عويصة تصيب إحدى هذه المؤسسات، لابد أن تنعكس بشكل مضاعف علي بقية النظام المالي العالمي "العولمة". وهكذا نجد أن الأزمة المالية2008 هي نتيجة للتوسع غير المنضبط في القطاع المالي في الولايات المتحدة ومن ورائه في بقية دول العالم المتقدم[15].

---

[15] حــــــــــازم البــــــــبلاوي، ، الأزمــــــــــة الماليــــــــــة العالميــــــــــة محاولــــــــــة للفهــــــــــم ،-www.iid alraid.de/arabisch/abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc ، ص 3-6 .

ثانيا: علاقة الأزمة المالية العالمية بالأزمة الأسيوية وأزمة دوت كوم

1. **علاقة الأزمة المالية العالمية بالأزمة الأسيوية:** بعد وقوع الأزمة المكسيكية استقطبت منطقة جنوب شرق آسيا لرؤوس الأموال الأجنبية. نشير أن الفترة من 1991 إلى 1994 قد تلقت هذه المنطقة ما قيمته 61% من الاستثمارات المباشرة ،و 29% من استثمارات الحوافظ المالية في طريق النمو ، ويرجع البعض هذه النسبة وبنية رؤوس الأموال الداخلة لجنوب شرق آسيا إلى ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار في هذه المنطقة، والعوائد التي قد يحققها المستثمرون في هذه المنطقة (6% بالنسبة للقصير الأجل) .لكن بالرغم من كل هذا فلا بد من الإشارة إلى أن في أواسط التسعينات ظهرت بعض العوامل التي سرعان ما أثرت سلبا على الثقة التي وضعها المستثمرون في هذه البلدان وأدت إلى ظهور الأزمة .ومن الضروري الإشارة إلى تراجع الصادرات وبداية ظهور العجز الجاري لدى بلدان جنوب شرق آسيا لا سيما مع بداية التسعينات . وقد يعزى هذا إلى انتهاج سياسة تثبيت سعر صرف العملة بالنسبة للدولار الأمريكي، والذي بدأت قيمته في الارتفاع خاصة سنة 1995 من جهة وإلى انخفاض أسعار المنتجات الإلكترونية لا سيما سنة 1996 ،والتي كانت تشكل من بين أهم المنتجات المصدرة من طرف دول جنوب شرق آسيا . وقد تم تمويل هذا العجز بفضل رؤوس الأموال الأجنبية والتي كانت في معظمها عبارة عن قروض قصيرة الأجل، عمل النظام المالي والبنكي في دول جنوب شرق آسيا على إعادة تخصيصها في المنطقة لاسيما لتمويل استثمارات مالية وعقارية (وهو ما قد يفسر ظهور فقاعة مضاربة عقارية) ، وبالتوازي مع تراجع مردودية الاستثمارات في دول شرق آسيا في بداية التسعينات (بالرغم من الدخول المتزايدة لرؤوس الأموال) فلا بد من الإشارة إلى بعض الخصائص التي تمتاز بها الأنظمة المالية في المنطقة، فإلى جانب اعتماد البنوك على العقارات كرهن لمنح القروض، فقد كانت الأنظمة البنكية والمالية تعرف تدخل رجال السياسة فيها بواسطة نفوذهم، وكذلك تشهد نقص للتنظيمات الاحتياطية وانتشار المعلومات فيها ، وعلى ضوء كل هذا فقد أدى التراجع المزمن للصادرات و مردودية الاستثمارات في دول جنوب شرق آسيا، إلى ظهور الشكوك حول قدرة هذه البلدان على الإبقاء، ومواصلة العمل بسياسة ارتباط سعر صرف عملاتها بقيمة عملة أخرى كانت تتمثل في الدولار الأمريكي .

أساسا إضافة إلى سوء تخصيص رؤوس الأموال من طرف الأنظمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وهو ما أدى إلى ظهور فقاعة المضاربة (عادة ما تعرف هذه الظاهرة بالانتقاء المعاكس) ، وفي هذا الإطار فقد أدى الإعلان سنة 1997 عن مستوى الديون المشكوك في تحصيلها لدى 10 هيئات مالية بين 92 هيئة مالية إلى الرفع من هذه الشكوك . وقد أظهرت بعض الإحصائيات مثلا أن مستوى الديون المشكوك في تحصيلها في تايلندا ، ماليزيا ، اندونيسيا ن الفلبين وسنغافورة تقدر بـــ 73 مليار دولار أي 13% من الإنتاج الداخلي المجمع لهذه الدول .ومع تنامي هذه الشكوك بدأت رؤوس الأموال بالخروج من دول شرق آسيا المر الذي أدى إلى بداية انخفاض أسعار الأصول المالية

والعقارات، والذي أثر سلبا على البنوك وباقي الهيئات المالية .هكذا فبعد أن انتقلت قيمة رؤوس الأموال الصافية الخاصة الداخلة إلى هذه المنطقة (كوريا ، اندونيسيا ،تايلندا ،الفلبين ماليزيا) من 38 مليار دولار سنة 1994 إلى 97 مليار سنة 1996 انخفضت هذه القيمة لتصبح في حدود (-12) مليار دولار (تدفق سلبي) وهو ما يعنى تراجع بمقدار 109 مليار وهو ما يمثل 10% من الناتج الداخلي الإجمالي لهذه البلدان .

فقد أدى الخروج الكبير نسبيا لرؤوس الأموال من المنطقة إلى ظهور جملة من ردود الفعل المتسلسلة ، فنظرا للتخلي السلطات النقدية عن نظام ربط قيمة العملة بقيمة الدولار الأمريكي ، فقد عمد العديد من المقترضين الذين اقترضوا من قبل رؤوس أموال العملة الأجنبية إلى شراء الدولارات، وذلك خوفا من تكبد خسائر الصرف. وفي المقابل فقد شكك المقترضون في قدرة المدينين على دفع خدمة ديونهم ومن ثم القرار بعدم منح القروض وعدم تجديدها ، كل هذا قد أدى إلى نقص السيولة في اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا (وهو الأمر الذي قد يعتبر من بين الخصائص الأساسية للأزمة المالية) ونظرا لصعوبات التي وجدتها المؤسسات في الحصول على القروض، لا سيما لتمويل رأس المال العامل فقد خلق صعوبات للبنوك وللهيئات المالية الأخرى . و بسبب عدم قدرة المدينين على دفع خدمة ديونهم تم استحداث مشتقات جديدة غير مشتقات الأسهم والفوائد والعملات، استحدثت مشتقات القروض وكانت فكرتها في غاية البساطة في الوهلة الأولي، فعند التأمين على مخاطر و عدم استعادت مليارات الدولارات التي منحت كقروض، فلا داعي إلى الاحتفاظ باحتياطي مقابل هذه القروض، وبالتالي القدرة على الإقراض من جديد . هذه المشتقات اكتسبت زخما قويا إبان الأزمة الآسيوية ؛ ففي هذه الفترة تكبد المصارف خسائر باهظة ، وذلك لأنه لم تستطع استرداد القروض التي كان قد منحها لشركات آل مصيرها إلى الإفلاس . فعلى هذه الخلفية تم تطوير أداة مالية جديدة اسمها Bistro أسلوب يجعل من التامين ضد التخلف عن تسديد الدين بضاعة شائعة الاستعمال بين المستثمرين الماليين..

2. **<u>علاقة الأزمة المالية العالمية بأزمة دوت كوم:</u>** أن ازدهار ما يسمي بالاقتصاد الجديد واستقرار الوضع في اقتصاد السوق على مدى عام كامل،عزز فكرة بأن هذا الاقتصاد الجديد بمأمن من المخاطر، وذلك في ظل ظروف ارتفاع أسعار أسهم الشركات بنحو متواصل، ولكن في عام 2000م انهار انهيار مروعاً(اقتصاد التكنولوجيا الحديثة) فقد تدهورت أسعار أسهم الشركات فبلغت الحضيض ، وانهارت الآلاف من شركات استقطبت كثيرا من أموال المستثمرين. وفي خلال بضعة أشهر ، تبددت مليارات من الدولارات الأمريكية.

من أهم النقاط التي ميزت هذه الأزمة هو ارتفاع أسهم الشركات المتعلقة بالتكنولوجيا إلي مستويات قياسية مقارنه مع شركات الصناعة، لما كان لهذه الشركات من رواج وأيضا التلاعب بقوام موازنات هذه الشركات، وأيضا رسوخ فكرة أن الركود أصبح من مخلفات التاريخ لكن هذا الأمر لم

يدم طويلاُ، فتفجرت هذه الفقاعة بعد انهيار سابع اكبر شركات الولايات المتحدة ،ألا وهي شركة انرون الشركة العاملة في مجال الطاقة، التي أفلست في عام 2001م وذلك لمقامرتها المالية عالية المخاطرة(المقامرة بالمشتقات) وتزوير بياناتها المحاسبية . فقد أعلنت أرباحا ما كان لها وجود ، وأحالت ديونا مستحقة عليها إلى عالم من نسج الخيال . إلي عالم لا وجود له أصلا في موازنتها المعلنة رسميا . والسماسرة العاملون في الشركة ما كانوا يراهنون على البترول والغاز والطاقة الكهربائية فقط ، بل كانوا يقامرون بكل أنواع المشتقات. أيضا قامت شركة انرون بتأسيس شركات ذات أغراض خاصة، تعمل على التستر على الوضع الحقيقي للشركة، مقابل المصارف والمساهمين ومكاتب الضريبة. فتم تأسيس شركتي LJM Cayman و LJM2 Co-Investment من تحمل الديون المتراكمة في ذمة انرون وان تقامرا على صفقات غاية في الخطورة وتتكفلا بتحويل الأرباح إلى الشركة الأم.

لكن ما سرعان ما تبين أن الشركتين ليستا سوى خطر يتهدد انرون ، فالشروط المكتوبة بين سطور العقود، كانت تقر بأن الشركة العملاقة هي التي تتحمل في نهاية المطاف الخسائر التي تسفر عن النشاطات التي تمارسها المنشأتان[16].

ثالثا: الأزمة المالية العالمية وخلق أزمات جديدة

1. **أزمة دبي:** أعلنت حكومة إمارة دبي في 25 نوفمبر (تشرين الثاني)، أنها ستطلب من الدائنين تأجيل سداد ديون مستحقة على مجموعة دبي العالمية ونخيل العقارية ستة أشهر. وقدرت الديون المطلوبة على مجموعة (دبي العالمية) بنحو(59)مليار دولار، أما الديون المستحقة على إمارة دبي بشكل عام فشكلت حوالي (80) مليار دولار، وهناك تحليلات ترجح أن الرقم أكبر من هذا ويصل إلى 130ملياردولار أو أكثر ببعض التوقعات . وعقب هذا الإعلان بادرت مؤسسات تصنيف عالمية لخفض تقييمها بشدة لمؤسسات تابعة لدبي، وسعت البنوك العالمية المشاركة في عملية إقراض هذه الديون للحصول على مزيد من المعلومات، كما سعت إلى إيضاح موقفها وهي تصوغ ردها على طلب التأجيل وتجري تقييما لعواقب الإقراض لدبي. وكانت الأسواق العالمية اهتزت نتيجة أزمة قروض دبي لتتصاعد حدة المخاوف من تفجر أزمة جديدة في النظام المالي العالمي الذي لم يسترد عافيته بعد. فقد تراجعت مؤشرات الأسهم الأميركية الرئيسية وفقد مؤشر داو جونز 154 نقطة، أي 1.5 في المائة، ليصل إلى 10309.92 نقطة. فتراجع ناسداك 1.73%، في حين هبط ستاندرد أند بورز 500 بواقع 19.14 نقطة أي ما يعادل1.72% إلى 1091.49 نقطة . وكان ذلك أول رد فعل من الأسواق الأمريكية على إعلان شركة دبي وورلد المملوكة للحكومة عن طلب تأجيل سداد مستحقات ديونها. وبدأ المستثمرون يبحثون عن الأمان في السندات الحكومية.

كما شهدت الأسهم الأوروبية تراجعا مماثلا، فيما أغلقت الأسواق الآسيوية على معدلات تراجع حاد. فقد تراجع مؤشر بورصة طوكيو بنسبة 3.2 بالمائة وهو أعلى تراجع منذ حزيران أما مؤشر سوق هونج كونج فتراجع بنسبة 4.9 بالمائة. كما ضغط الدولار على أسعار النفط حيث عززت المخاوف من احتمال تخلف دبي عن سداد ديونها الطلب على العملة الأميركية كملاذ آمن.

2. **أزمة اليونان:** أصبحت اليونان مهددة بإشهار إفلاسها بعد أن قفزت قيمة ديونها السيادية إلى أكثر من أربعمائة مليار دولار، وهي ديون تردد أن نخبتها السياسية الداخلية تحالفت مع النخبة الرأسمالية العالمية لإخفائها على مدار سنين طويلة، ليدفع المواطن العادي ثمن هذه الدراما المالية تقشفا على تقشف، ثم سرعان ما تبين أن ديون اليونان ليست أكثر من قمة جبل هائل اسمه الديون السيادية الأوروبية ،إذ اتضح أن حجم تلك الديون في العديد من دول الاتحاد الأوروبي. وهي الدول التي صارت تسمى تندرا بخنازير اليورو. هذه الدول كسرت كل الخطوط الحمراء التي حددتها المعاهدات التي شيدت صرح اتحاد كهذا، فقد ارتفعت نسبة احتمال إفلاس اليونان إلى أكثر من 50% وصعدت نسبة احتمال إفلاس البرتغال إلى ما يقرب من 30% وبلغت نسبة احتمال إفلاس إسبانيا ما قد يقرب من 20%،كما بلغت نسبة احتمال إفلاس بريطانيا 5%. لكن الأخطر من هذا كله في نظر كثيرين تمثل في الطريقة التي تصرف بها الاتحاد الأوروبي في أول اختبار عسير لقوة إرادته السياسية ، فثمة من يتهم هذا الاتحاد بأنه تردد أكثر من اللازم في تحركه وبأن خطة الإنقاذ الأخيرة التي بلغت قيمتها حوالي تريليون دولار جاءت متأخرة للغاية. ففي مستهل تلك الدراما رفضت ألمانيا القاتلة الكبرى لهذا التكتل مد يد العون لأرض الفلاسفة، بعد أن اعتبرتها أرض السفهاء اقتصاديا وماليا، وقد نسيت برلين أو ربما تناست أنها كانت من أكبر المستفيدين من هذا السفه الإنفاقي اليوناني المزعوم عبر ما كانت تبيعه لأثينا من صفقات سلاح، وكان أن استغل المضاربون في الأسواق هذا التداعي السياسي الأوروبي الذي وصل إلى حد شائعات، عن تهديد فرنسا بالانسحاب من نادي اليورو، استغل المضاربون هذا التداعي شر استغلال إذ عمدوا إلى الضغط على سندات الدول المغلوبة على أمرها بلا رحمة ،كي تضطر هذه الدول إلى بيعها بابخس الأثمان وبأسعار فائدة فاحشة، كما دفع اليورو ثمنا باهظا من مكانته إذ هوى بأكثر من 20% مقارنة بأعلى مستوى له على الإطلاق وصار هناك من يتحدث عن احتمال انهياره ربما خلال عقد من الزمن[17]

رابعا: مبادلات التأمين ضد مخاطر عدم استعادة الأموال المقرضة (CDS)

من خلال استعراض موجز للأزمة الآسيوية وأزمة دوت كوم تبين أن أسبابهما مرتبطة بالأسواق المالية والمضاربة في تلك الأسواق وخصوصا في أدوات الهندسة المالية المتمثلة بالمشتقات المالية التي كان لها نفس الدور في الأزمة المالية العالمية . فالمشتقات المالية كان لها دور في الأزمة الآسيوية حيث تم استحداث أدوات جديدة تمثلت بمشتقات القروض التي برزت فيها مبادلات التأمين ضد مخاطر عدم استعادة الأموال المقرضة التي سمحت بالمؤسسات المالية بالإقراض بأكثر مما مسموح لها فزادت الأموال المضارب بها ،فهذه الأداة تتطور استخدامها حتى وصلنا إلي الأزمة المالية العالمية. حيث أن هذه الأداة تسببت في خلق أضرار كانت أوخم بكثير من الأضرار التي نتجت عن

قيام مصارف الاستثمار بالتوريق ورزم القروض وبيعها على هيئة حزم لأطراف أخرى مثل : سندات مضمونة بالأصول (ABS) وسندات مضمونة بالعقار (MBS) وسندات الدين المضمونة بالقروض المضمونة بالعقارات (CDOs) فمبادلات التامين ضد مخاطر عدم استعادة الأموال المقرضة صار التعامل بها في إمبراطوريات الظل ،في خارج البورصة ، في أسواق لا سلطات تراقبها ، في إمبراطوريات ظل يقامر فيها المتعاملون بعضهم بعض بمنأى عن القيود والضوابط ، يقامرون فيها من خلال شاشة الكمبيوتر أو من خلال الهاتف . ويصول ويجول في إمبراطورية الظل هذه نفر ضئيل العدد: فتسعون في المائة من هذه المعاملات يتم بين اكبر بيوت المال ، أي بين عشرة من بيوت المال المختلفة ، إننا هاهنا إزاء سوق استحدثت من الأوراق المالية ما زاد على التخمة. فحينما أعلنت الإفلاس شركة ديلفي(Delphi) [18] كان في دفاترها الحسابية دين تبلغ قيمته 5 مليارات دولار . غير أن السماسرة البارعين فيما يسمي Credit Default Swap ، كانوا قد راهنوا على إفلاسها بمبلغ زاد على 28 مليار دولار. لقد ازدهرت ازدهار عظيما فهي قد حظيت بمباركة خصها بها ألن غرينسبان حيث قال " أوراق المبادلات هذه ربما تكون أهم الأدوات المالية المتداولة" فوفق وجهة نظره في تعطي المصارف الأمريكية الفرصة لأن توزع مخاطرها على مؤسسات أمريكية ودولية مستقرة. بيد أن واقع الحال يشهد على أن إفلاس إحدى الشركات يكبد الطرف ، الذي أخذ على عاتقه التامين ضد المخاطر ، أموالا طائلة: فسيكون ملزما بتعويض الأضرار الناجمة فعلا أو بتعويض المبلغ الذي خسارة المضاربون في المراهنة.

فلم يمر عام على الأزمة المالية العالمية حتى برزت أزمة جديدة وهي أزمة دبي العالمية وكان أهم أسبابها هي عدم قدرة خدمة ديونها وتأجيلها رغم أراء الخبراء الاقتصاديين بقرب الخروج من الأزمة المالية العالمية وقد تم معالجة هذه الأزمة ولكن في ظل هذا النظام المالي العالمي ربما سوف تنشئ مرة أخرى . وبعد أزمة دبي برزت أزمة أخرى ولكن في الجهة الشمالية من الكره الأرضية وتحديدا في اليونان وربما تنتشر في أوروبا كلها . هذه الأزمات في الدول سبقتها لها أيسلندا وحتى قبل انفجار الأزمة في مارس 2008م حيث راهنت صناديق المخاطر بمبادلات التامين ضد مخاطر عدم استرداد القروض على أن أيسلندا لن تكون قادرة على خدمة ما في ذمتها من ديون . وتأسيسا على هذه المراهنات ارتفعت ارتفاعا عظيما أسعار الأوراق المالية الخاصة بالمبادلات التي تم من خلالها التامين على ما في ذمة اكبر المصارف الأيسلندية من ديون . وبعد سبعة شهور ، أي في أكتوبر 2008م ، كانت أيسلندا قد غدت في عداد المفلسين من الناحية العملية.فالبلد ما عاد قادرا على تسديد ديونه الخارجية. حيث أن أيسلندا اقترضت ما يفوق طاقتها ما يقارب 48مليار يورو من المانيا وحدها ما يعادل الثلث من قيمة ديونها . وما زاد الطين بلة أن المستثمرين كانوا قد بدأو يسحبون أموالهم من البلاد . من هنا لا عجب أن تنهار عملة البلاد إلى مستويات لا قرار لها. خط سير الأزمة لم يتوقف

عند أيسلندا بل أتى على دبي حيث أن دبي دوله اهتمت بتشييد المباني والعقارات وما كان انفجار الأزمة المالية العالمية إلا بسبب أزمة الرهن العقاري التي بعد ما أثرت على أمريكا أثرت على دبي ولكن بعد فتره .

أما اليونان البلاد الأوروبي التي وان كانت عاشت في أزمات اقتصادية سابقة ولكن منذ دخولها الاتحاد الأوروبي وسيرها مع اكبر الدول الأوروبية طغي هذا على المشاكل التي تعانيها اليونان فتفاقم الأمر في الظل حيث قامت اليونان باقتراض أموال طائلة بحجة تمويل اقتصادها تحت مبدأ التمويل بالعجز وأيضا دخل في هذه الأزمة غولدمان ساكس المصارف الأمريكي حيث ساعد اليونان قبل نحو عقد من الزمن على إخفاء مديونيتها الضخمة عبر عمليات مالية معقدة ومحفوفة بالمخاطر شملت إصدار سندات, وجني منها مئات الملايين من الدولارات واستخدم آليات مالية معقدة[19] لمساعدة اليونان على إخفاء حجم ديونها الحقيقية كي يكون في وسعها تلبية شروط الانضمام لمنطقة العملة الأوروبية الموحدة لكن التغاضي فجر أزمة في أوروبا ربما تكون بداية عدوى جديدة تصاب بها الدول الأوروبية حيث بدأت أخبار تتناقل باحتمال تعرض كلا من البرتغال واسبانيا لنفس المشاكل.

الخاتمـــــــــــــــة

أخذت المشتقات المالية– التي تمثل أهم أدوات الاقتصاد الافتراضي– على عاتقها خلق أو تفجير أزمات خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين وفي مستهل القرن الواحد والعشرين . حيث كان لها الدور البارز في الأزمة الآسيوية ومرورا بالأزمات التي لحقت بالأزمة الآسيوية حتى وصلنا إلى أزمة اليونان. هذا الدور الذي لعبته المشتقات المالية لم يكن كبير لولا المساعدة من عنصرين مهمين أولهما الجشع الذي سيطر على المضاربين وذلك لتحقيق المكاسب الوفيرة أما ثانيهما هو صناديق التحوط الذي عملت على زيادة التعامل بالمشتقات المالية من دون رقيب أو حسيب .وقد كانت ابرز أداه لعبت هذا الدور هي أداة مبادلات التامين ضد مخاطر عدم استعادة الأموال المقرضة (CDS). التي تم استحدثها إبان الأزمة الآسيوية ومن ثم تطور التعامل بها حتى وقتنا الحالي. يأتي بعدها التوريق الذي لعب دوره الأساسي في أزمة الرهن العقاري التي أدت إلي الأزمة المالية العالمية. والسؤال الذي يطرح نفسه: هل الاقتصاد الافتراضي يعتبر عامل قوة أو عامل ضعف لدى الدول؟ مما لا شك فيه ان الاقتصاد الافتراضي يؤدي الى ظهور الدولة بمظهر القوة ما يمكنها من المناورة و التهديد و التأثير على الدول الاخرى، و قد يمكنها من تدمير اقتصاد دول بالكامل خاصة اذا كانت تلك الدول تستعمل اقتصادها الحقيقي أو كانت أقل قدرة من الدولة المهاجمة. و لا تزال أمريكا تستعمل الاقتصاد الافتراضي للتاثير على اوروبا و اليابان و الصين و غيرها. الا ان الاقتصاد الافتراضي الذي يشكل مظهر قوة، فهو كذلك يشكل مقتلا لهذه الدول. و ذلك انه في حال تعرض

الدولة الى أزمة حقيقية سواءا بسبب الكوارث أو الحروب بحيث تستهلك الازمة ما يعادل الاقتصاد الحقيقي للدولة، فان اقتصاد الدولة سيصاب بالافلاس.

و الحاصل أن الدول الرأسمالية الكبرى مثل أمريكا و أوروبا قد بنت اقتصادها الضخم على أساس الاقتصاد الافتراضي، فالسياسة المالية كلها قائمة على الربا، و الثراء الفاحش و الزيادة المطردة للمال أصبحت هي الغاية الوحيدة للسياسة المالية و الاقتصادية. و من هنا لا يمكن تصور اعادة بناء الاقتصاد في الدول الرأسمالية ليصبح أقرب للواقع. و بالتالي يبقى معرضا للمحق و الانهيار. و الله يقول: "الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لا يَقُومُونَ إِلا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ" و يقول: " . يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ" و صدق الله تعالى بقوله " أَفَمَنْ أَسَّسَ بُنْيَانَهُ عَلَى تَقْوَى مِنَ اللَّهِ وَرِضْوَانٍ خَيْرٌ أَمْ مَنْ أَسَّسَ بُنْيَانَهُ عَلَى شَفَا جُرُفٍ هَارٍ فَانْهَارَ بِهِ فِي نَارِ جَهَنَّمَ وَاللَّهُ لا يَهْدِي الْقَوْمَ الظَّالِمِينَ "، لأن الفرصة هي محل العقد في عقد الخيار، الفرصة غير محققة بل متوقعة والغرر المنهي عنه ،البيع على المكشوف أو البيع غير المغطى وبيع ما لا تملك ، عقود الخيار والقبض أو التسليم والتسلم، المحرر يضطر إلزاماً إلى شراء أو بيع حق الخيار بسعر التنفيذ الذي هو أكثر أو أقل من سعر السوق عند التنفيذ ._المضاربة في سوق الاختيار وبيع العينة ، الخيارات والعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم والتسليم والتسلم ، العقود المستقبلة والتعامل في الذهب : كيف يمكن أن نميز الخبيث من الطيب في هذه العقود ، المشتقات ورائحة المقامرة وقاعدة التوقعات والاحتمالات المستقبلية وعدم التأكد .، كلها شبهات من الاقتصاد الافتراضي التي يحرمها التشريع الاسلامي.

وفي الأخير لا يسعنا القول إلا أن يعاد النظر في هذه الأدوات المالية و تفعيل الدور الذي ابتكرت له ألا وهو توزيع المخاطر من اجل عملية استثمارية شبه آمنه حقيقية، وليست تجميع المخاطر وتفجير أزمات جديدة نحن في غناء عنها في الوقت الحالي.

<u>النتائج</u>

1. الوصول إلي التأثير الذي لعبته المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية حيث أنها من أهم الأدوات المساعدة لزيادة حجم الإقراض بين المؤسسات المالية الأمر الذي فجر فقاعة أزمة الرهن العقاري التي خلقت الأزمة المالية العالمية.
2. المشتقات ليست وليدة اليوم وتأثيرها الحالي في الأزمة المالية العالمية إنما كان من بعد الأزمة الآسيوية واستحداث مشتقات القروض وأبرزها مبادلات التامين ضد مخاطر استعادة الأموال المقرضة (Credit Default Swap).
3. مدى الترابط في ما بين الأزمات السابقة و الأزمة المالية العالمية الاخيرة وأيضا الأزمات اللاحقة بعد الأزمة المالية العالمية.
4. المشتقات المالية تحولت من أدوات توزيع مخاطر إلى أدوات تجميع مخاطر وابلغ دليل دورها في الأزمات ابتداء من الأزمة الآسيوية وصولا إلي أزمة اليونان.

5. نقص أو انعدام الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية (صناديق التحوط وبعض شركات الاستثمار) وأيضا على المشتقات المالية .

التوصيات

1. تحجيم دور المشتقات المالية في زيادة حجم الأموال المقرضة وذلك عن طريق فرض أو إصدار قوانين أكثر صرامة من القوانين الحالية التي تنظم عمل المشتقات المالية.
2. الرقابة الصارمة وفرض قوانين تلزم صناديق التحوط بالإفصاح عن قوائمها المالية وتطبيق نفس القوانين المفروضة على صناديق الاستثمار.
3. اخذ الدروس والعبر من الأزمات السابقة وتوخي الحذر قدر الإمكان من السقوط في أزمات جديدة التي كان سببها أخلاقي أكثر مما هو أيديولوجي حيث أن الجشع كان المحرك الرئيسي في الأزمات السابقة والأزمات الحالية.
4. أيضا إصلاح بعض النقاط الموجودة في النظام الرأسمالي لان هذه النقاط هي التي خلقت الجشع.
5. عدم إعطاء بعض المؤسسات المالية اكبر من حجمها حيث أنها لعبت في خلق أزمات ربما تهدد دول أو منظمات بحالها .
6. إن السوق الإسلامية بأدواتها وصيغها باتت مطلباً ملحاً وعلى سبيل المثال لا الحصر من البدائل الشرعية للخيارات مثل:

- إجراء العقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود المعقــود عليــه ونحوه) ولا مانع م تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف .
- عقد الاستصناع يحل لنا مشكلة وجود المعقود عليه وجهالة العمل فــيمكن أن ترتــب عقود وصكوك وشهادات خاصة بالاستصناع في المستقبل .
- عقد الجعالة .
- عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط أو دونه يحلاّن مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقــد الأول وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني .

الهوامش والمراجع:

1. عرفت الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE): بان الهندسة المالية تَتضمّنُ التطوير والتطبيق المبتكر للنظريةِ الماليــةِ و الأدوات الماليةِ لإيجاد حلولِ للمشاكلِ الماليةِ المعقّدةِ و لاستغلال الفرصِ الماليةِ. فالهندسة المالية لَيستْ أداةً، بل هي المهنــةُ التــي تَســتعملُ الأدوات. علماً أن الهندسة المالية تختلف عن التحليلِ المالي، فمصطلح "تحليل" يعني تشتيت الشيء لفهمه، أما مصطلح "هندسة" نقصد به بناءه.
2. مصطفي كامل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشــر لكليــة الحقــوق- جامعة المنصورة، في الفترة 1-2 ابريل2009،ص23.
3. مصطفي كامل الحجازي، مرجع سابق،ص24
4. هندي، عدنان وآخرون -الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية ،1996م

5. http://www.tahasoft.com/vb/showthread.php?t=8764
6. http://islamfin.go-forum.net/montada-f3/topic-t3.htm
7. http://www.tahasoft.com/vb/showthread.php?t=8764
8. اتحاد المصارف العربية ، مرجع سابق،
9. فرج عبد العزيز عزت، مرجع سبق ذكره، ص__50
10. هناك في الوقت الحالي عدد من مؤشرات الأسهم التي تحظى بأهمية كبيرة وتتداول في سوق رأس المال وتدور بين مؤشرات تغطي السوق بأكمله ومؤشرات تغطي نشاط قطاع معين ومؤشرات تختص بعدد محدد من الأسهم ذات الطبيعة الخاصة ومن أهم المؤشرات الأمريكية : مؤشر (S & P 500) ستاندر أندبور ويغطي (500) من كبرى الشركات الأمريكية ، ومؤشر – DOW JONES INDAVERAGE ومؤشر NIKKEI 225 STOCK AVERECGE وغيرهما.
11. أنظر الموسوعة الفقهية الكويتية ج 9 ص 36 .
12. أخرجه مسلم 1153/3 ط الحلبي .
13. أنظر الموسوعة الفقهية الكويتية ج 9 ص 14 وما بعدها .
14. أخرجه مسلم في كتاب البيوع باب بيع الطعام بالطعام مثلاً بمثل 47/5 – الأمام أحمد في مسنده 400/6
15. .حازم البلاوي، ، الأزمة المالية العالمية محاولة للفهم ،-www.iid alraid.de/arabisch/abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc ، ص 3-6 .
16. ولريش شيفر ، د/ عدنان عباس على ، انهيار الرأسمالية (أسباب إخفاق اقتصاد السوق المحررة من القيود) ، سلسلة عالم المعرفة ،يناير 2010 ،.ص169-180
17. http://aljazeera.net/NR/exeres/2878D20C-B9B8-4C2B-B40D-C3F33AC6DA07.htm في العمق ، أزمة اليونان الاقتصادية، 17/5/2010 ، قناة الجزيرة الفضائية.
18. شركة منتجة لبعض السلع الوسيطة في إنتاج السيارات.
19. نفس الآليات التي فجرت الأزمة المالية العالمية (مبادلات ضد مخاطر عدم استعادة الأموال المقرضة CDS)